

## Guvernanța corporativă în contextul crizei financiare din 2011: dovezi din partea instituțiilor financiare la nivel mondial

**Lorena Popescu Duduială,**  
*lect. univ. dr., Universitatea*  
*“Constantin Brâncuși”*

**Ec. Elena Mădălina Stoichin**

### Rezumat:

Lucrarea “guvernanță corporativă în contextul crizei financiare din 2011: dovezi din partea instituțiilor financiare la nivel mondial” examinează rolul de guvernanță corporativă în contextul crizei financiare.

Un număr mare de instituții financiare s-au prăbușit sau au fost salvate de către guvernele din întreaga lume de la începutul crizei financiare globale din 2009. În timp ce reformele guvernării sunt luate în considerare la restabilirea stabilității sistemelor financiare globale, există puține dovezi asupra rolului pe care guvernanța corporativă l-a jucat în contextul crizei financiare.

Autorii investighează rolul de guvernanță corporativă în contextul crizei financiare, utilizând un set de date compus din 296 din cele mai mari companii financiare din 30 de țări, pentru care se colectează date privind caracteristicile bord, structura de proprietate, directorii executivi, performanța firmei, și asumarea de riscuri.

*Cuvinte-cheie:* crize financiare, guvernanță corporativă, BoardEx, depreciere ale activelor

*Clasificare JEL:* F02, F36, G01

### 1. Introducere

Analiza începe la începutul anului 2009, deoarece aceasta este, în general, considerată ca perioada în care piețele încep să devină conștiente de importanța pierderilor legate de creditele ipotecare subprime. Perioada de anchetă se încheie în al doilea trimestru al anului 2011 pentru două motive principale:

(1) Ajutoarele financiare substanțiale din partea guvernului au fost inițiate din octombrie anul 2010, și, prin urmare, autorii analizează cifra de afaceri CEO pe

## The corporate governance in 2011 of financial crisis: the evidence of global financial institutions

**Lorena Popescu Duduială,**  
*lect. univ. dr., Universitatea*  
*“Constantin Brâncuși”*

**Ec. Elena Mădălina Stoichin**

### Abstract:

The paper “Corporate governance in the 2011 of financial crisis: evidence from financial institutions worldwide”<sup>1</sup> examines the role of corporate governance in the financial crisis.

A large number of financial institutions have collapsed or were bailed out by governments worldwide since the beginning of the global financial crisis in 2009. While governance reforms are being considered to reinstate the stability of global financial systems, there is little evidence on the role that corporate governance played in the financial crisis.

The authors investigate the role of corporate governance in the financial crisis using a dataset comprised of 296 of the world’s largest financial companies across 30 countries, for which they collect data on board characteristics, ownership structure, CEOs, firm performance, and risk-taking.

*Cuvinte-cheie:* financial crisis, corporate governance, BoardEx, writedowns

*JEL Classification:* F02, F36, G01

### 1. Introduction

The analysis begins at the start of 2009 because this is generally considered as the period when the markets first become conscious of the importance of the losses related to subprime mortgages. The investigation period ends in the secondquarter of 2011 for two main reasons:

(1) The substantial government bailouts were initiated from October 2010 onwards, and

<sup>1</sup> “Corporate Governance in the 2009-2010 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide”- David Erkens, Mingyi Hung, Pedro Matos; The European Corporate Governance Institute, Ian. 2010

perioada anterioară, care este condus, în cea mai mare parte, de mecanismele interne de guvernanță corporativă. (2) În octombrie 2010, modificările în Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS), au permis instituțiilor financiare să evite recunoașterea depreciilor activelor.

Proba constă din 296 firme publice (bănci, firmele de brokeraj, și companiile de asigurări), care au fost listate public la sfârșitul lunii decembrie 2008 în 30 de țări. Au fost folosite următoarele criterii pentru a compila proba. În primul rând, firmele necesare, pentru a fi acoperite în Compustat America de Nord sau în baza de date Compustat globală, au date privind activele totale. În al doilea rând, eșantionul a fost limitat la întreprinderile care sunt acoperite de BoardEx și baza de date FactSet Lionshares. În al treilea rând, proba este limitată la industriile pentru care Bloomberg a colectat date privind deprecierea ale activelor în perioada de criză. În al patrulea rând, firmele trebuie să aibă activele totale mai mari de 10 miliarde de dolari, deoarece cea mai mare parte a dezbaterii se concentrează pe mari instituții financiare globale.

## 2. CEO- cifra de afaceri de măsurare

Autorii utilizează informații biografice despre directorii individuali de la BoardEx pentru a determina identitatea CEO pentru fiecare firmă. BoardEx conține informații detaliate cu privire la biografia directorilor individuali și membrii consiliului de aproximativ 12.000 de firme enumerate public în aproape 50 de țări și aria de acoperire pentru firme internaționale este de neegalat de către orice furnizor de alte date.

### Măsurarea pierderilor acționarilor

O caracteristică unică este faptul că pierderile acționarilor firmelor financiare sunt bine mediatizate în perioada de criză. Ei folosesc două variabile pentru a surprinde pierderile:

- (1) returnează stocul cumulat
- (2) scalarea depreciilor de active cumulate de activele totale. Deprecierile activelor au fost măsurate ca cifre negative, astfel încât coeficienții de regresie pe deprecierea ale activelor pot fi comparate cu cele privind declarațiile de stoc.

### Măsurile de guvernanță corporativă

Analiza se concentrează pe panourile firmelor "corporative și a structurilor de proprietate, cele două mecanisme-cheie specifice de guvernare. Aceste mecanisme de guvernanță corporativă sunt calculate din decembrie 2008. Pentru consiliile de directori, se concentrează asupra independenței bord, deoarece aceasta este una dintre caracteristicile cele mai studiate de către consiliul extensiv. Consiliul de independență este definit ca procentul de administratori independenți. Datele BoardEx clasifică directorii ca "independent", în cazul în care sunt directori non-executivi.

Pentru structura de proprietate, autorii se concentrează pe proprietatea instituțională și acționarii

therefore the authors examine CEO turnover over the prior period in which it is driven mostly by internal corporate governance mechanisms.

- (2) In October 2010, changes in the International Financial Reporting Standards (IFRS) allowed financial institutions to avoid recognizing asset writedowns.

The sample consists of 296 publicly(banks, brokerage firms, and insurance companies) that were publicly listed at the end of December 2008 across 30 countries. The following criteria were used to compile the sample. First, firms needed to be covered in the *Compustat North America* or *Compustat Global* databases and have data on total assets, total shareholder's equity, earnings, and stock returns. Second, the sample was limited to firms that are covered by the *BoardEx* and *FactSet/Lionshares* databases. Third, the sample is restricted to industries for which Bloomberg collected data on writedowns during the crisis period. Fourth, the firms must have total assets greater than US \$10 billion because most of the debate focuses on large global financial institutions.

## 2. Measuring CEO turnover

The authors employs biographic information on individual executives from *BoardEx* to determine the identity of the CEO for each firm. *BoardEx* contains detailed biographic information on individual executives and board members of approximately 12,000 publicly listed firms in nearly 50 countries and its coverage for international firms is unparalleled by any other data provider.

### Measuring shareholder losses

A unique characteristic is that shareholder losses of financial firms are well publicized during the crisis period. They employ two variables to capture losses:

- (1) Cumulative stock returns
- (2) Cumulative writedowns scaled by total assets. Writedowns were measured as negative figures so that the regression coefficients on writedowns can be compared to those on stock returns.

### Measuring corporate governance

The analysis is focused on firms' corporate boards and ownership structures, the two key firm specific governance mechanisms. These corporate governance mechanisms are calculated as of December 2008. For boards of directors, they focus on board independence because this is one of the most extensively studied board characteristics. *Board independence* is defined as the percentage of independent directors. *BoardEx* data classifies directors as "independent" if they are non-executive directors.

For ownership structure, the authors focus on institutional ownership and large shareholders. They

mari. Ei măsoară proprietatea instituțională ca procentul de acțiuni deținute de manageri de fonduri instituționale, folosind pilitură 13F pentru companiile americane și / Lionshares FactSet pentru companiile non-US. Un mare acționar este măsurat ca o variabilă dummy, egal cu 1 în cazul în care o firmă are un mare proprietar cu drept de vot direct sau indirect mai mare de 10%, folosind datele de proprietate de la Biroul de van Dijk.

Voi prezenta rezumatul unei statistici de țară. Am arătat că eșantionul de 296 de firme este relativ echilibrat între SUA (125) și firmele europene (131), și rapoartele, de asemenea, a 40 de societăți din alte regiuni. În plus, panoul raportează frecvența cifrei de afaceri CEO, precum și pierderile medii pe acționar în perioada de criză. Am arătat că aproximativ 21% din firmele eșantion experimentează CEO cifra de afaceri. Am raportat, de asemenea, o scădere mare a prețurilor acțiunilor firmelor afectate financiar, atât în SUA (-32%), cât și Europa (-33%). În timp ce ambele firme americane și europene au fost puternic afectate de deprecierea ale activelor, deprecierea ale activelor medii au fost substanțial mai mari în SUA (-1.36% din active) decât în Europa (-0.30% din active).

În cele din urmă, am să prezint un eșantion cu mediile variabilelor de guvernare pe țară. Procentul de directori independenți din cadrul întreprinderilor financiare din SUA este mare (85%) față de alte studii care se concentrează, de obicei, asupra firmelor de fabricație. În Europa, independența bord este, în general, mai mică.

### 3. Guvernarea corporativă și încetarea de CEO slab performante în perioada de criză

Analiza începe prin examinarea influenței de guvernare corporativă pe cifra de afaceri CEO în timpul crizei, pentru că cea mai importantă acțiune pe care o poți lua este decizia de a elimina un CEO slab performante și, prin urmare, CEO cifra de afaceri este un indicator important de măsură, în care consiliile corporative și acționarii au avut rolul lor de monitorizare în perioada de criză.

În cazul în care panourile și acționarii nu au reușit să își exercite rolul de monitorizare, este normal să constate că independența instituțională a proprietății nu reține nici o influență asupra relației dintre CEO cifra de afaceri și performanță. Astfel, în acest caz, ne-am așteptat ca efectele mediului interactiv care urmează să fie nesemnificative. Cu toate acestea, în cazul în care guvernarea corporativă nu a fost ruptă de la aceste instituții, sensibilitatea cifrei de afaceri de performanță este mai mare pentru firmele cu o mai mare independență bord și instituțională de proprietate mai mare. Rezultatele sugerează că cifra de afaceri CEO-ul este mai sensibilă pentru firmele cu independență instituțională mai mare. Principalul efect al depreciierilor de active este semnificativ legat de cifra de afaceri CEO, sugerând că firmele cu deprecierea mai mari au mai multe șanse de a înlocui CEO lor, indiferent de caracteristicile

measure *Institutional ownership* as the percentage of shares held by institutional money managers using 13F filings for U.S. companies and *FactSet/Lionshares* for non-U.S. companies. *Large shareholder* is measured as a dummy variable equal to 1 if a firm has a large owner with direct or indirect voting rights greater than 10%, using ownership data from Bureau van Dijk.

I present a summary descriptive statistics by country. I show that the sample of 296 firms is relatively balanced between U.S. (125) and European (131) firms, and also reports 40 firms from other regions. In addition, the panel reports the frequency of CEO turnover, as well as average shareholder losses during the crisis period. I show that approximately 21% of the sample firms experienced CEO turnover. I also report that a large decrease in share prices affected financial firms both in the U.S. (-32%) and Europe (-33%). While both U.S. and European firms were considerably affected by writedowns, the average writedowns were substantially higher in the U.S. (-1.36% of assets) than in Europe (-0.30% of assets).

Finally, I present a sample averages of the governance variables per country. The percentage of independent directors in U.S. financial firms is high (85%) relative to other studies that have typically focused on manufacturing firms. In Europe, board independence is generally lower.

### 3. Corporate governance and the termination of poorly performing CEOs during the crisis period

The analysis start by examining the influence of corporate governance on CEO turnover during the crisis, because the most important action that boards can take is the decision to remove a poorly performing CEO and therefore CEO turnover is an important indicator of the extent to which corporate boards and shareholders have performed their monitoring role during the crisis period.

If boards and shareholders did not succeed to perform their monitoring role, it is normal to find that board independence and institutional ownership have no influence on the relation between CEO turnover and performance. Thus in this case we would expect the average interactive effects to be insignificant. However, if corporate governance was not broken at these institutions, the turnover-performance sensitivity is higher for firms with greater board independence and higher institutional ownership. The results suggest that CEO turnover is more sensitive to stock returns for firms with more independent boards and greater institutional ownership. The main effect of writedowns is significantly related to CEO turnover, suggesting that firms with larger writedowns were more likely to replace their CEO regardless of their corporate governance characteristics.

The CEO turnover analysis finds results consistent with boards and institutional investors

lor de guvernare corporativă.

Analiza cifrei de afaceri CEO găsește rezultate în concordanță cu investitorii instituționali și îndeplinirea rolului lor de monitorizare cu privire la înlocuirea celor cu performanțe slabe CEO în perioada de criză. În schimb, acționarii mari reduc probabilitatea de a înlocui CEO slab performante.

Am arătat rezultatele de regres și pierderile suferite în timpul crizei asupra factorilor de guvernare corporativă. Incompatibile cu o lipsă de monitorizare de către consiliile acționarilor care au contribuit la criză, analiza a arătat că independența bord, precum și dreptul de proprietate instituțională, sunt asociate cu pierderi mari ale acționarului în timpul crizei, atât în termenii de stoc negativ, cât și de deprecieri ale activelor mai mari. Astfel, atât pierderile cifrei de afaceri, cât și rezultatele acționarilor nu susțin că, în conducere, acționarii de la instituțiile financiare au monitorizat insuficient managementul.

Cu toate acestea, rămâne neclar de ce firmele care fac obiectul unei monitorizări externe puternice au fost afectate mai rău în timpul crizei.

#### 4. Concluzii

Această lucrare investighează rolul de guvernare corporativă în contextul crizei financiare la 296 din cele mai mari firme financiare. O constatare-cheie a acestei lucrări este că firmele cu mai mare independență de proprietate nu au fost numai o probabilitate mai mare pentru a înlocui directorii executivi ai lor pentru o performanță slabă în perioada de criză, dar au suferit, de asemenea, pierderi mai mari. Astfel, deși panourile și acționarii par să fi executat rolul lor de monitorizare, măsurate prin înlocuirea CEO slab performante, ele par să fi încurajat investițiile în activele aferente creditelor ipotecare subprime. Rezultatele sugerează că preocupările de reputație ale membrilor consiliului de administrație explică de ce firmele cu mai multe independență au suferit și a recunoscut deprecierea mai mari în timpul crizei. În special, analiza sugerează că firmele cu mai multă independență au fost mai susceptibile de a mobiliza capital în timpul crizei, chiar dacă acest lucru a revenit la un cost mare pentru acționarii existenți. În general, rezultatele sunt incompatibile cu pierderile în timpul crizei financiare, fiind rezultatul supravegherii de către consilii și investitori. Mai degrabă, aceste rezultate sunt în concordanță cu asumarea de riscuri asumate de către acționari și preocupările de reputație ale directorilor care au contribuit la pierderi.

#### 5. Bibliography:

- [1]. Trichet J. C., “Introductory remarks”, Brussels, 30 martie 2010, (Hearing before the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament)
- [2]. Isărescu M., “Criza financiară internațională și

performing their monitoring role with respect to the replacement of poorly performing CEOs during the crisis period. In contrast, large shareholders increase managerial entrenchment and reduce the likelihood of replacing poorly performing CEOs.

I show the results of regressing losses incurred during the crisis on the corporate governance factors. Inconsistent with a lack of monitoring by boards and shareholders having contributed to the crisis, the analysis showed that board independence and institutional ownership are associated with larger shareholder losses during the crisis, for both in terms of more negative stock returns and larger writedowns. Thus, both the turnover and shareholder losses results do not support the view that boards and shareholders at financial institutions have insufficiently monitored management.

However, it remains unclear why firms subject to stronger external monitoring performed worse during the crisis.

#### 4. Conclusions

This paper investigates the role of corporate governance in the financial crisis at 296 of the world's largest financial firms. A key finding of this paper is that firms with more independent boards and institutional ownership were not only more likely to replace their CEOs for poor performance during the crisis period, but also suffered larger losses. Thus, although boards and shareholders appear to have executed their monitoring role as measured by replacing poorly performing CEOs, they also appear to have encouraged investments in subprime mortgage related assets before the crisis that led to significant losses during the crisis period. The findings suggest that reputational concerns of board members explain why firms with more independent boards suffered from worse stock returns and recognized larger writedowns during the crisis. In particular, the analysis suggests that firms with more independent boards were more likely to raise capital during the crisis, even though this came at a great cost to existing shareholders.

Overall, the results are inconsistent with the losses during the financial crisis being the result of lax oversight by boards and investors. Rather, these results are consistent with risk-taking encouraged by shareholders and reputational concerns of directors having contributed to the losses.

#### 5. Bibliography:

- [1]. Trichet J. C., “Introductory remarks”, Brussels, 30 martie 2010, (Hearing before the Economic and Monetary Affairs Committee of the European

provocări pentru politica monetară din România”, Cluj, 26 februarie 2009

[3]. Isărescu M., “Criza financiar-bancară și economică: strategii, programe și măsuri anti-criză: Implicațiile și perspectivele unei agende naționale”, Brașov, 6 martie 2010

Parliament)

[2]. Isărescu M., “Criza financiară internațională și provocări pentru politica monetară din România”, Cluj, 26 februarie 2009

[3]. Isărescu M., “Criza financiar-bancară și economică: strategii, programe și măsuri anti-criză: Implicațiile și perspectivele unei agende naționale”, Brașov, 6 martie 2010